

*The University of Kitakyushu*

*The Review of  
Business and Economics*

Vol. 53, No. 1・2・3・4

March 2018

A Special Issue Published in Commemoration of Retirement of  
Prof. Kazutaka Shiraishi

Articles

Shareholder voting and firm performance in Japan: An empirical analysis  
..... Kiriko Kudari 29

The Society for Economic Studies  
The University of Kitakyushu  
Kitakyushu, Japan

北九州市立大学

商経論集

第53巻 第1・2・3・4号  
2018年3月

白石和孝教授退職記念号

論文

企業経営に対する規律付けの低下と将来業績の変化の関係  
..... 久多里桐子 29

北九州市立大学経済学会

# 企業経営に対する規律付けの低下と 将来業績の変化の関係

久多里 桐子

## 第1節 本論文の目的と意義

本論文の目的は、株主の経営に対する規律付けが相対的に低下した企業の将来業績は悪化するか否かを検証することである。規律付けの変化を表す変数として、2つの尺度を用いる。1つは、議決権不行使率の当期変化であり、もう1つは、議決権不行使率の当期変化に影響を与える要因を考慮した上で説明できない残差である。これらの2つの尺度から測った規律付けの低下と、企業の将来業績の変化の間に関連があるか否かを検討する。

株式所有構造と企業価値の関係を分析した研究において、株主の経営者に対する規律付けが重要な要因として挙げられることが多い。例えば、岩壺・外木 (2007) は、外国人持株比率と企業価値の間にプラスの関係があることを確認しており、分析結果は「外国人投資家によって株式を多く保有された企業の企業価値が上昇するという経営向上効果を表している」(岩壺・外木, 2007, p. 56) と指摘している。また、石川・久多里 (2014) は、個人株主の増加と将来の企業業績 (次期の収益性、成長性、配当率) の間にマイナスの関係があることを確認している。さらに、久多里 (2016b) においては、個人持株比率の当期変化と議決権不行使率の当期変化の間にプラスの関係が確認されている。ただし、規律付けの低下が将来業績の悪化と関連しているかについては未だ検討されていない。

そこで、本論文では規律付けの相対的な低下とその後の企業業績の変化の関係について、アーカイバル・データを用いて検証する。ただし、規律付けの低下を表す変数として議決権不行使率の変化を採用した場合、規律付けの低下と将来業績の関係を検証しているのではなく、個人持株比率の変化と将来業績の関係を分析しているにすぎないという懸念が生じる。議決権不行使率は、積極的に議決権を行使すると考えられる外国人株主が増減したり、反対に、議決権行使に消極的な個人株主が増減したりすることで変化する。したがって、そのような議決権不行使率の変化に影響を与える可能性が高い要因を考慮した上で、それでもなお説明できない残差部分を、規律付け低下の追加的な代理変数とみなす。

はじめに、規律付けの代理変数として議決権不行使率の変化を用いて、議決権不行使率の当期変化と企業業績の次期変化の関係を分析する。さらに、追加分析として、議決権不行使率の当期変化について様々な要因を考慮しても説明できない部分が、次期の企業業績の変化とマイナスの関係を有するの可否かを検証する。本論文の構成は以下の通りである。続く第2節では、関連する先行研究をレビューし、仮説を定立する。第3節では、リサーチ・デザインの設定とサンプルの選択を行う。第4節で実証結果を提示し、結果の解釈を行う。最後に第5節で要約と結論を述べる。

## 第2節 先行研究レビュー

関連する先行研究として、株主の権利と企業価値の関係について分析している Gompers et al. (2003) と、取締役 (directors) の選任における決定要因およびその後の経済的帰結について分析している Cai et al. (2009) を挙げる。

Gompers et al. (2003) は、1990年代の大企業約 1,500 社を対象として、株主権利の程度と株式リターンの関係について分析している。初めに、株主権利の程度 (強弱) の代理変数として、24 個のガバナンス関連の制度を元に“Governance Index”を独自に作成する。つづいて、その Governance Index が高い (第 10 十分位) 企業を“Dictatorship Portfolio” (経営者に強い権利があり、株主の権利は弱い)、Governance Index が低い (第 1 十分位) 企業を“Democracy Portfolio” (株主の権利が強く、経営者の権利は弱い) に分類する。Democracy Portfolio の企業を買い、Dictatorship Portfolio の企業を売却する投資戦略を実施したところ、サンプル期間において、年 8.5% のアブノーマルリターンを獲得している<sup>1</sup>。

Cai et al. (2009) は、2003～2005 年において実施された株主総会 2,488 件について、取締役の選任に対する賛成率が企業や取締役の固有の性質と関連があるのか、また、賛成率がその後の企業のパフォーマンスに影響を与えるのか否かについて検討している。分析の結果、ほとんどの変数が賛成率に影響を与えないという結果を報告しつつも、取締役会議の出席率が 75% 以下の場合と ISS 議決権行使助言会社からマイナスの評価を受けた場合には、賛成率がそれぞれ 14% もしくは 19% 減少するという結果を報告している。

また、取締役に対する賛成率が、その後の選任結果や取締役の報酬という視点から見た

<sup>1</sup> Gompers et al. (2003) と同様に、Larcker et al. (2007) は 14 のガバナンス特性が将来の企業業績および株式超過リターンと関連がある可能性があると主張している。

企業のパフォーマンスに対して与える影響はほとんどないと指摘しているが、その後の企業の収益性の関係については分析されておらず、検討の余地が残されている。そこで、次節では規律付けが低下した企業の将来業績がどのように推移するのかを分析するために、取締役選任議案における議決権行使結果に注目し、議決権不行使率の当期変化と企業業績の次期変化の関係を分析する。次節で検証する仮説は以下の通りである。なお、追加分析として、規律付けの代理変数に、議決権不行使率の当期変化に影響を与える要因を考慮した上で説明できなかった残差を用いた場合についても検討する<sup>2</sup>。

**仮説 規律付けが低下した企業の将来業績は悪化する。**

議決権不行使率の算出方法は以下の通りである。上場企業が臨時報告書において開示している議決権行使結果の項目は、概ね図1の網掛部分、すなわち賛成票、反対票、棄権票の個数、そして賛成率（出席議決権数に占める賛成票の割合）等である<sup>3</sup>。

図1 議決権行使結果の開示項目と不行使率の関係



(出所) 円谷 (2014) を参考に筆者作成。

図1における集計外および不行使にかかる票数は開示されていない<sup>4</sup>。したがって、まず

<sup>2</sup> 追加分析と類似したリサーチ・デザインを検討している研究として、Lichtenberg and Pushner (1994) を挙げる。Lichtenberg and Pushner (1994) は、日本企業を分析対象とした上で株式所有構造と企業価値の関係について検証している。企業価値の代理変数として全要素生産性 (TFP) が採用されており、コブ・ダグラス型生産関数をもとに計算された残差を具体的な尺度として用いている。

<sup>3</sup> 賛否の表示のない議決権行使書が企業に提出された場合に、賛成、反対、棄権のいずれかの意思表示があったものとするのかを、株主総会の招集に際して決定することが会社法施行規則第63条3号ニで認められている。実務では、一般的に賛否の表示がない場合には取締役会提案に関しては賛成、株主提案には反対の意思表示があったものとみなす旨が、予め議決権行使書に記載される (森・濱田松本法律事務所編, 2015, p. 104)。

<sup>4</sup> 出席議決権数に含まれる議決権の一部を賛成、反対、棄権のいずれにも集計しないことは可能である

賛成票を賛成率で割り戻すことで出席議決権数を算定する<sup>5</sup>。総株主の議決権数から出席議決権数を引いた部分を議決権の不行使数とみなし、その不行使数が総株主の議決権数に占める割合を議決権不行使率とみなす<sup>6</sup>。

### 第3節 リサーチ・デザインとサンプル

前節で提示した仮説を検証するために、以下のリサーチ・デザインを設定する。

$$\begin{aligned} \Delta ROE_{t+1} = & \alpha_0 + \beta_1 \Delta DoNotVote_t + \beta_2 DoNotVote_{t-1} \\ & + \beta_3 \Delta ROE_t + \beta_4 ROE_{t-1} \\ & + \beta_5 Net\_Dummy_{t-1} + \beta_6 M\_Dummy_{t-1} + \beta_7 Size_{t-1} \\ & + \beta_{8-10} Year\_Dummy + \beta_{11-42} Indus\_Dummy + \varepsilon_{t+1} \end{aligned} \quad (1)$$

(1) 式は、規律付けの変化を表す代理変数として議決権不行使率の変化を用いた場合の回帰モデルである。議決権不行使率の当期変化 ( $\Delta DoNotVote_t$ ) が企業業績の次期変化 ( $\Delta ROE_{t+1}$ ) とマイナスの関係を有するかを検証する<sup>7</sup>。 $\Delta DoNotVote_t$  をコントロールするための変数として、久多里 (2016b) を参考に、議決権不行使率の前期末水準 ( $DoNotVote_{t-1}$ )、電磁的議決権行使制度の導入ダミー ( $Net\_Dummy_{t-1}$ )、3 月期決算企業ダミー ( $M\_Dummy_{t-1}$ )、総資産の自然対数 ( $Size_{t-1}$ ) のほか、年度ダミー ( $Year\_Dummy$ ) と産業ダミー ( $Indus\_Dummy$ ) を考慮する<sup>8</sup>。また、 $\Delta ROE_{t+1}$  は企業業績の当期変化 ( $\Delta ROE_t$ ) と企業業績の前期末水準 ( $ROE_{t-1}$ ) に影響を受けると考えられるため、いずれもコントロール変数として採用する。

---

が、その場合には理由を記載しなければならない (企業内容等の開示に関する内閣府令第 19 条 2 項 9 の 2 号)。したがって、例えば事前に行使された議決権のみで議案の可決要件を満たしたことで賛成等の分類集計の必要がなくなったことにより、株主総会当日に行使された議決権の一部が「集計外」に含まれる場合もある。

<sup>5</sup> なお、取締役選任議案では取締役ごとに図 1 の網掛け部分に該当する項目 (賛成票、反対票、棄権票の個数および賛成率) が開示されている。そのため、取締役ごとに出席議決権数を算定し、その中央値を当該企業の出席議決権数とみなす。

<sup>6</sup> 無効票を出席議決権数に含めるか否か等の無効票の取り扱いについては、企業の裁量に委ねられており、実際の取り扱いも臨時報告書の記載事項ではない (金融庁, 2010, p. 12, No. 34)。無効票を出席議決権数に含める場合もあるが、図 1 の「不行使」に含める場合もある。一部の企業では、例えば議決権行使書において賛成、反対の両方に丸がつけられたなどの理由で無効となった議決権を出席議決権数に含めていない。

<sup>7</sup> ROE は当期純利益を期末の自己資本額で除すことで算出している。

<sup>8</sup> 議決権不行使率における期末は、厳密には決算期末からおおよそ 3 ヶ月後に開催される定時株主総会に該当する。したがって、 $\Delta DoNotVote_t$  および  $DoNotVote_{t-1}$  が対応する時点はその他の変数の期末と概ね 3 ヶ月の差異が生じている。

追加分析として (2) 式と (3) 式の 2 段階回帰モデルも推定する。議決権不行使率の当期変化は、個人持株比率の当期変化などに影響を受ける (久多里, 2016b)。したがって、議決権不行使率の当期変化と企業業績の次期変化の間にマイナスの関係が確認されたとしても、石川・久多里 (2014) ですでに明らかにされているような、個人持株比率の当期変化と企業業績の次期変化の関係をj確認しているのにすぎない可能性もある。そのため、第 1 段階において、議決権不行使率の当期変化 ( $\Delta DoNotVote_t$ ) に対して影響を与えると考えられる要因 ( $\Delta IND_t$ 、 $IND_{t-1}$ 、 $\Delta FORE_t$ 、 $FORE_{t-1}$ 、 $DoNotVote_{t-1}$ 、 $Net\_Dummy_{t-1}$ 、 $M\_Dummy_{t-1}$ 、 $Size_{t-1}$ 、 $Year\_Dummy$ 、 $Indus\_Dummy$ ) を考慮し、これらの要因で  $\Delta DoNotVote_t$  を説明できない部分、すなわち (2) 式の誤差項 ( $\varepsilon_t$ ) を、追加分析における規律付けの変化の代理変数 ( $\Delta Discipline_t$ ) とみなす。(3) 式において、規律付けの当期変化と企業業績の次期変化の間にマイナスの関係が確認できるか、すなわち、 $\Delta Discipline_t$  と  $\Delta ROE_{t+1}$  がマイナスの関係を有するか否かを検証する。

$$\begin{aligned} \Delta DoNotVote_t = & \alpha_0 + \beta_1 \Delta IND_t + \beta_2 IND_{t-1} + \beta_3 \Delta FORE_t + \beta_4 FORE_{t-1} \\ & + \beta_5 DoNotVote_{t-1} + \beta_6 Net\_Dummy_{t-1} + \beta_7 M\_Dummy_{t-1} \\ & + \beta_8 Size_{t-1} + \beta_{9-11} Year\_Dummy + \beta_{12-43} Indus\_Dummy + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \Delta ROE_{t+1} = & \alpha_1 + \beta_{44} \Delta Discipline_t + \beta_{45} \Delta ROE_t + \beta_{46} ROE_{t-1} + \beta_{47} Size_{t-1} \\ & + \beta_{48-50} Year\_Dummy + \beta_{51-82} Indus\_Dummy + \gamma_{t+1} \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \Delta DoNotVote_t = & \alpha_0 + \beta_1 \Delta N\_IND_t + \beta_2 N\_IND_{t-1} + \beta_3 \Delta N\_FORE_t + \beta_4 N\_FORE_{t-1} \\ & + \beta_5 DoNotVote_{t-1} + \beta_6 Net\_Dummy_{t-1} + \beta_7 M\_Dummy_{t-1} \\ & + \beta_8 Size_{t-1} + \beta_{9-11} Year\_Dummy + \beta_{12-43} Indus\_Dummy + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} \Delta ROE_{t+1} = & \alpha_1 + \beta_{44} \Delta Discipline_t + \beta_{45} \Delta ROE_t + \beta_{46} ROE_{t-1} + \beta_{47} Size_{t-1} \\ & + \beta_{48-50} Year\_Dummy + \beta_{51-82} Indus\_Dummy + \gamma_{t+1} \end{aligned} \quad (5)$$

また、(2) 式の個人持株比率 ( $IND$ ) と外国人持株比率 ( $FORE$ ) を、個人株主割合 ( $N\_IND$ ) および外国人株主割合 ( $N\_FORE$ ) に変更した場合として、(4) 式および (5) 式の 2 段階回帰モデルも推定する。

利益率等の平均回帰 (大日方, 2013) 傾向を念頭に置けば、 $\Delta ROE_t$  の期待符号はマイナスである。 $\Delta ROE_{t+1}$  に影響を与える可能性がある要因を考慮してもなお、前期から当期にかけて株主による規律付けが低下した企業の業績は、追加的に低下するという仮説が支持さ

れるならば、(1) 式の  $\Delta DoNotVote_t$  と、(3) 式および (5) 式の  $\Delta Discipline_t$  の係数はマイナスに推定されるであろう。

分析に用いるサンプルは、以下の要件を満たす 2011 年から 2016 年の上場企業（金融業を除く一般事業会社）延べ約 5,348 企業年度である。

- (1) 定時株主総会において取締役選任議案が決議されている。
- (2) 前期、当期、次期のデータが連続して取得可能である。
- (3) 前期、当期、次期の決算月数がいずれも 12 ヶ月である。
- (4) 前期、当期、次期の自己資本がいずれもプラスである。
- (5) 持株比率の合計が前期、当期ともに 99～100%の範囲内である。
- (6) 分析に必要な変数に欠損がない。

なお、一部の変数に対して年度ごとに上下 1%の外れ値処理（値の除外）を行っている<sup>9</sup>。議決権行使結果に関するデータは「株主総会関連データ」（日本経済新聞社）より入手し、その他の財務データは「NEEDS-FinancialQUEST」（日本経済新聞社）より収集している<sup>10</sup>。表 1 の Panel A と Panel B はそれぞれ、(1) ～ (3) 式と (4)・(5) 式の推定に用いるサンプルの基本統計量を表している。はじめに、Panel A に注目すると、 $DoNotVote_{t-1}$  の平均値（中央値）から、サンプル期間において、平均的に 22.3% (20.9%) の議決権が行使されていないことがわかる。また、 $IND_{t-1}$  と  $FORE_{t-1}$  の平均値（中央値）から、個人持株比率の企業平均は 42.0% (39.2%) であり、外国人持株比率の 9.5% (4.9%) よりも相対的に高い割合を占めていることがわかる<sup>11</sup>。また、Panel A と Panel B の  $\Delta Discipline_t$  に注目すると、持株比率と株主割合のいずれを考慮した場合であっても、 $\Delta Discipline_t$  が類似した値で推定されていることがわかる。

つづいて、表 2 から変数間の相関関係を確認する。表 2 の Panel A と Panel B はそれぞれ、(1) ～ (3) 式と (4)・(5) 式の推定に用いるサンプルの相関係数を表している。まず、いずれのサンプルにおいても、 $\Delta DoNotVote_t$  と  $\Delta ROE_{t+1}$  はマイナスに相関しており、前期から当期にかけて議決権不行使率が上昇した企業では、次期の業績が悪化していることがわかる。

<sup>9</sup> 一部の変数とは、具体的には、 $\Delta DoNotVote_t$ 、 $DoNotVote_{t-1}$ 、 $\Delta ROE_{t+1}$ 、 $\Delta ROE_t$ 、 $ROE_{t-1}$ 、 $Size_{t-1}$  を指す。

<sup>10</sup> 財務データにおいては、連結データが存在する場合はそちらを優先し、なければ単独データを使用している。

<sup>11</sup> なお、Panel A において  $FORE_{t-1}$  の最小値は 0.0003%であり、Panel B の  $N\_FORE_{t-1}$  の最小値は 1.1%であることから、いずれのサンプルにおいても全ての企業に外国人株主が存在している。

表 1 基本統計量

Panel A: (1) ~ (3) 式のサンプル (5,348企業年度)

	平均値	標準偏差	最小値	第 1 四分位	中央値	第3四分位	最大値	合計値
$\Delta ROE_{t+1}$	0.003	0.086	-0.583	-0.017	0.003	0.022	0.598	-
$\Delta ROE_t$	0.004	0.090	-0.555	-0.020	0.003	0.023	0.685	-
$ROE_{t-1}$	0.054	0.092	-0.742	0.026	0.054	0.093	0.388	-
$\Delta DoNotVote_t$	-0.001	0.037	-0.159	-0.017	-0.002	0.016	0.193	-
$DoNotVote_{t-1}$	0.223	0.093	0.000	0.154	0.209	0.280	0.544	-
$\Delta IND_t$	-0.009	0.049	-0.561	-0.019	-0.003	0.007	0.510	-
$IND_{t-1}$	0.420	0.209	0.014	0.253	0.392	0.566	0.992	-
$\Delta FORE_t$	0.007	0.034	-0.553	-0.002	0.002	0.015	0.550	-
$FORE_{t-1}$	0.095	0.116	0.000	0.008	0.049	0.146	0.843	-
$Net\_Dummy_{t-1}$	0.215	0.411	0	0	0	0	1	1,150
$M\_Dummy_{t-1}$	0.749	0.434	0	0	1	1	1	4,006
$\Delta Discipline_t$	0.000	0.035	-0.167	-0.017	-0.002	0.015	0.202	-
$Size_{t-1}$	10.750	1.574	7.153	9.653	10.619	11.760	15.196	-

Panel B: (4) ・ (5) 式のサンプル (5,352企業年度)

	平均値	標準偏差	最小値	第 1 四分位	中央値	第3四分位	最大値	合計値
$\Delta ROE_{t+1}$	0.003	0.086	-0.583	-0.017	0.003	0.022	0.599	-
$\Delta ROE_t$	0.004	0.090	-0.555	-0.020	0.003	0.023	0.685	-
$ROE_{t-1}$	0.054	0.092	-0.742	0.026	0.054	0.093	0.388	-
$\Delta DoNotVote_t$	-0.001	0.037	-0.159	-0.017	-0.002	0.016	0.193	-
$DoNotVote_{t-1}$	0.223	0.093	0.000	0.154	0.209	0.280	0.544	-
$\Delta N\_IND_t$	-0.001	0.009	-0.097	-0.003	0.000	0.002	0.189	-
$N\_IND_{t-1}$	0.954	0.035	0.694	0.940	0.963	0.977	0.997	-
$\Delta N\_FORE_t$	0.001	0.004	-0.059	0.000	0.001	0.002	0.057	-
$N\_FORE_{t-1}$	0.011	0.011	0.000	0.004	0.007	0.014	0.114	-
$Net\_Dummy_{t-1}$	0.215	0.411	0	0	0	0	1	1,150
$M\_Dummy_{t-1}$	0.749	0.434	0	0	1	1	1	4,007
$\Delta Discipline_t$	0.000	0.036	-0.170	-0.017	-0.002	0.015	0.204	-
$Size_{t-1}$	10.750	1.574	7.153	9.653	10.619	11.760	15.196	-

(注) 変数の定義は以下の通りである。 $\Delta ROE_{t+1}$ : ROE の次期変化、 $\Delta ROE_t$ : ROE の当期変化、 $ROE_{t-1}$ : ROE の前期末水準、 $\Delta DoNotVote_t$ : 議決権不行使率の当期変化、 $DoNotVote_{t-1}$ : 議決権不行使率の前期末水準、 $\Delta IND_t$ : 個人持株比率の当期変化、 $IND_{t-1}$ : 個人持株比率の前期末水準、 $\Delta FORE_t$ : 外国人持株比率の当期変化、 $FORE_{t-1}$ : 外国人持株比率の前期末水準、 $Net\_Dummy_{t-1}$ : 電磁的議決権行使制度が導入されていれば 1、そうでなければ 0 を与えるダミー変数、 $M\_Dummy_{t-1}$ : 3 月期決算企業であれば 1、そうでなければ 0 を与えるダミー変数、 $\Delta Discipline_t$ : 議決権不行使率の当期変化に関する残差、 $Size_{t-1}$ : 総資産の自然対数。



表 2 相関係数

Panel A: (1) ~ (3) 式のサンプル (5,348企業年度)												
	$\Delta ROE_{t+1}$	$\Delta ROE_t$	$ROE_{t+1}$	$\Delta DoNotVote_t$	$DoNotVote_{t+1}$	$\Delta IND_t$	$IND_{t+1}$	$\Delta FORE_t$	$FORE_{t+1}$	$\Delta Discipline_t$	$Size_{t+1}$	
$\Delta ROE_{t+1}$		-0.139	-0.195	-0.018	0.030	0.031	0.017	-0.059	-0.005	-0.018	-0.009	
$\Delta ROE_t$	-0.310		-0.340	-0.088	0.024	-0.163	0.056	0.117	-0.038	-0.068	-0.023	
$ROE_{t+1}$	-0.136	-0.492		0.019	-0.127	-0.122	-0.054	0.156	0.143	0.008	0.027	
$\Delta DoNotVote_t$	-0.007	-0.076	0.021		-0.159	0.277	0.019	-0.079	-0.029	0.914	-0.050	
$DoNotVote_{t+1}$	0.027	0.029	-0.144	-0.167		-0.060	0.480	-0.019	-0.118	0.033	-0.234	
$\Delta IND_t$	0.036	-0.086	-0.063	0.227	-0.054		-0.120	-0.458	-0.047	0.105	-0.018	
$IND_{t+1}$	0.013	0.036	-0.066	0.013	0.464	-0.188		-0.065	-0.488	-0.007	-0.604	
$\Delta FORE_t$	-0.046	0.062	0.060	-0.084	0.007	-0.410	-0.009		0.134	-0.010	0.189	
$FORE_{t+1}$	-0.006	-0.022	0.094	0.011	-0.137	0.040	-0.459	-0.032	0.000	-0.002	0.658	
$\Delta Discipline_t$	-0.013	-0.061	0.010	0.945	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000		0.012	
$Size_{t+1}$	-0.011	-0.027	0.043	-0.038	-0.215	0.048	-0.593	0.108	0.525	0.000		
Panel B: (4) ・ (5) 式のサンプル (5,352企業年度)												
	$\Delta ROE_{t+1}$	$\Delta ROE_t$	$ROE_{t+1}$	$\Delta DoNotVote_t$	$DoNotVote_{t+1}$	$\Delta N\_IND_t$	$N\_IND_{t+1}$	$\Delta N\_FORE_t$	$N\_FORE_{t+1}$	$\Delta Discipline_t$	$Size_{t+1}$	
$\Delta ROE_{t+1}$		-0.140	-0.194	-0.018	0.030	-0.009	0.020	-0.009	-0.023	-0.017	-0.008	
$\Delta ROE_t$	-0.315		-0.340	-0.088	0.024	-0.156	0.005	0.186	-0.036	-0.061	-0.023	
$ROE_{t+1}$	-0.135	-0.491		0.019	-0.127	-0.060	-0.015	0.100	0.151	0.004	0.027	
$\Delta DoNotVote_t$	-0.007	-0.076	0.021		-0.159	0.217	-0.002	-0.175	-0.014	0.927	-0.050	
$DoNotVote_{t+1}$	0.027	0.029	-0.144	-0.167		-0.031	0.428	-0.024	-0.338	0.033	-0.234	
$\Delta N\_IND_t$	0.015	-0.075	-0.028	0.167	-0.044		0.016	-0.734	-0.062	0.063	-0.056	
$N\_IND_{t+1}$	0.013	0.013	-0.031	-0.003	0.393	-0.113		-0.078	-0.532	0.012	-0.119	
$\Delta N\_FORE_t$	-0.023	0.097	0.077	-0.148	-0.032	-0.753	-0.034		0.038	-0.046	0.021	
$N\_FORE_{t+1}$	-0.023	-0.035	0.143	0.004	-0.334	-0.019	-0.473	0.042	0.000	-0.014	0.534	
$\Delta Discipline_t$	-0.008	-0.062	0.006	0.962	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000		0.005	
$Size_{t+1}$	-0.009	-0.028	0.043	-0.038	-0.216	-0.049	-0.046	0.016	0.397	0.000		

(注 1) 変数の定義は表 1 の注記に記載している。

(注 2) 表 2 の Panel A および Panel B の左斜め下はピアソンの相関係数を表し、右斜め上はスピアマンの相関係数を表している。

表 3 回帰分析結果

Panel A	(1)	Panel B	(2)	(3)	Panel C	(4)	(5)
$\Delta DoNotVote_t$	$\Delta ROE_{t+1}$ -0.104 *** (-2.808)	$\Delta IND_t$	$\Delta DoNotVote_t$ 0.202 *** (10.760)	$\Delta ROE_{t+1}$	$\Delta N\_IND_t$	$\Delta DoNotVote_t$ 0.492 *** (4.574)	$\Delta ROE_{t+1}$
$DoNotVote_{t-1}$	-0.032 ** (-2.255)	$IND_{t-1}$	0.034 *** (9.294)		$N\_IND_{t-1}$	0.113 *** (5.778)	
$\Delta ROE_t$	-0.486 *** (-15.31)	$\Delta FORE_t$	0.035 (1.180)		$\Delta N\_FORE_t$	-0.549 ** (-2.388)	
$ROE_{t-1}$	-0.368 *** (-12.44)	$FORE_{t-1}$	0.021 *** (3.612)		$N\_FORE_{t-1}$	0.044 (0.770)	
$Net\_Dummy_{t-1}$	-0.002 (-0.708)	$DoNotVote_{t-1}$	-0.100 *** (-14.030)		$DoNotVote_{t-1}$	-0.093 *** (-13.020)	
$M\_Dummy_{t-1}$	0.001 (0.321)	$Net\_Dummy_{t-1}$	0.003 * (1.879)		$Net\_Dummy_{t-1}$	0.002 * (1.729)	
$Size_{t-1}$	0.001 (0.581)	$M\_Dummy_{t-1}$	-0.001 (-0.852)		$M\_Dummy_{t-1}$	-0.001 (-0.799)	
		$\Delta Discipline_t$		-0.098 ** (-2.514)	$\Delta Discipline_t$		-0.091 ** (-2.398)
		$\Delta ROE_t$		-0.483 *** (-15.180)	$\Delta ROE_t$		-0.489 *** (-15.290)
		$ROE_{t-1}$		-0.363 *** (-12.290)	$ROE_{t-1}$		-0.366 *** (-12.390)
		$Size_{t+1}$	-0.001 ** (-2.428)	0.001 (1.048)	$Size_{t+1}$	-0.003 *** (-5.686)	0.001 (1.125)
$Year\_Dummy$	YES	$Year\_Dummy$	YES	YES	$Year\_Dummy$	YES	YES
$Indus\_Dummy$	YES	$Indus\_Dummy$	YES	YES	$Indus\_Dummy$	YES	YES
サンプル	5,348	サンプル	5,348	5,348	サンプル	5,352	5,352
自由度調整済み 決定係数	0.219	自由度調整済み 決定係数	0.101	0.219	自由度調整済み 決定係数	0.067	0.222

(注 1) 変数の定義は表 1 の注記に記載している。

(注 2) 表中の \*、\*\*、\*\*\*はそれぞれ 10%、5%、1%を表す。

(注 3) 表中の ( ) 内に記載された t 値は White (1980) の修正を施した値である。

また、規律付けの変化の追加的な代理変数である  $\Delta Discipline_t$  についても、 $\Delta ROE_{t+1}$  とマイナスに相関している。いずれの尺度を用いた場合でも、規律付けの当期変化と企業業績の次期変化の間にはマイナスの関係が確認できる。1 変数間の相関関係からは、仮説を支持する結果を得た。では、他の要件を所与としてもなお、規律付けの当期変化と企業業績の次期変化の間にマイナスの関係が確認できるだろうか。

#### 第 4 節 分析結果

表 3 の Panel A は (1) 式の推定結果を表しており、Panel B と Panel C は追加分析として 2 段階回帰を行った場合の推定結果を表している。まず、 $\Delta ROE_t$  に注目すると、いずれの回帰式においても 1%水準で統計的にマイナス有意に推定されていることがわかる。利益率の平均回帰と整合的な結果である。また、Panel B の (2) 式と Panel C の (4) 式の推定結果から、個人株主の変化を表す変数 ( $\Delta IND_t$  および  $\Delta N\_IND_t$ ) がいずれも 1%水準で統計的にプラス有意に推定されている。個人株主が増加した企業の同時期の議決権不行使率は上昇しており、久多里 (2016b) と整合的である。

注目すべきは、規律付けの変化を表す変数が企業業績の次期変化とマイナスの関係を有するか否かである。まず、議決権不行使率の当期変化を規律付けの変化の代理変数とみなした場合を確認する。Panel A において  $\Delta DoNotVote_t$  が 1%水準で統計的にマイナス有意に推定されており、前期から当期にかけて議決権不行使率が上昇した企業の次期業績は悪化していると言える。さらに、規律付けの変化を表す変数として、推定した  $\Delta Discipline_t$  を用いた場合の分析結果を確認すると、Panel B と Panel C のいずれにおいても、 $\Delta Discipline_t$  は 5%水準で統計的にマイナス有意に推定されている。個人株主ないし外国人株主の増加を持株比率で測った場合の Panel B だけでなく、株主割合で測った場合の Panel C においても、規律付けが低下した企業の将来業績は悪化していることが明らかである。

表 3 の分析結果から、利益率の平均回帰傾向および企業規模等を所与としてもなお、株主の企業経営に対する規律付けが前期から当期にかけて低下した企業の次期の業績は、追加的に悪化していることが確認できる。いずれの研究・デザインにおいても、仮説と整合的な結果が得られた。株主の企業経営に対する規律付けを表す代理変数は、株主提案

の件数等、様々なものが存在すると考えられる<sup>12</sup>。そのような尺度の 1 つとして議決権不行使率を採用した場合、本節で得られた証拠は、当期における規律付けの低下が次期の企業業績の悪化を招いていると解釈することができる。久多里 (2016b) で明らかのように、個人株主の増加は、株主の企業経営に対する規律付けの相対的な低下を招く。そして、規律付けが低下した企業の将来業績は悪化していることが、本論文の分析から明らかである。

## 第 5 節 要約と課題

本論文では、株主による経営者に対する規律付けの弱さを表す変数として、定時株主総会の取締役選任議案における議決権不行使率に注目し、規律付けの変化と企業の将来業績の変化の関係を分析した。分析にあたり、当期における規律付けの変化を表す変数として、2 つの尺度を用いた。1 つは議決権不行使率の変化であり、もう 1 つは、個人株主の増減などの議決権不行使率の変化に影響を及ぼす可能性のある要因を考慮してもなお、説明できない残差部分である。いずれの尺度を用いた場合であっても、仮説を支持する結果が得られた。すなわち、利益率の平均回帰傾向等を所与としても、当期に規律付けが低下した企業の次期の業績は悪化していた。

石川・久多里 (2014) は、個人株主の変化と将来業績の変化の間にマイナスの関係があることを確認しており、個人株主の増加が規律付けの低下を通じて将来業績を悪化させる可能性があることを指摘している。それを裏付ける形で、久多里 (2016b) では、個人株主の増加は規律付けの低下と関係があることが確認され、久多里 (2016a) では、その将来業績の低下を市場が合理的に予測する形で、同時点の株式リターンは低下すると指摘されている。本論文の結果は、先行研究 (石川・久多里, 2014; 久多里, 2016a) の株主の企業経営に対する規律付けの低下が企業業績の悪化を招くという指摘ないし解釈を補強するものである。

本論文では、規律付けの低下を表す尺度として議決権不行使率の変化に注目し、規律付けの低下と将来の企業業績の変化との関係について検証した。しかしながら、株主の企業経営に対する規律付けの低下を表す尺度として、株主提案権の行使件数のような尺度も考

<sup>12</sup> Gillan and Starks (2000) は機関投資家によって株主提案がなされた場合、短期的な異常リターンがマイナスになる傾向を確認している。分析結果に対する解釈として、機関投資家による株主提案が提出されたという情報を、他の株主は、経営者が株主との交渉に前向きでないというネガティブな情報として受けとると指摘している。

えられる。他の代理変数を用いた場合においても、規律付けの低下と将来業績の悪化の間には関連性が存在するか否かについての検証は今後の課題である。

(本論文は、日本ディスクロージャー研究学会第1回 JARDIS ワークショップの報告内容に  
加筆・修正を施したものである。)

## 参考文献

- Cai, J., J. L. Garner, and R. A. Walkling (2009) “Electing Directors,” *The Journal of Finance* 64 (5), pp. 2389-2421.
- Gillan, S. L. and L. T. Starks (2000) “Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors,” *Journal of Financial Economics* 57 (2), pp. 275-305.
- Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick (2003) “Corporate governance and equity prices,” *Quarterly Journal of Economics* 118 (1), pp. 107-155.
- Larcker, D., S. A. Richardson and İ. Tuna (2007) “Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance,” *The Accounting Review* 82 (4), pp. 963-1008.
- Lichtenberg, F. R. and G. M. Pushner (1994) “Ownership structure and corporate performance in Japan,” *Japan and the World Economy* 6 (3), pp. 239-261.
- White, H. (1980) “A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity,” *Econometrica* 48 (4), pp. 817-838.
- 石川博行・久多里桐子 (2014) 「個人株主開拓が将来業績に与える影響」『会計』186(1), pp. 56-70.
- 岩壺健太郎・外木好美 (2007) 「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係—分散不均一性による同時方程式の識別—」『経済研究』58(1), p. 47-60.
- 大日方隆 (2013) 「利益率の持続性と平均回帰」中央経済社.
- 久多里桐子 (2016a) 「個人株主の増加と株式リターンの関係に関する実証研究」『経営研究』66(4), pp. 255-267.
- 久多里桐子 (2016b) 「個人株主の増加と議決権の不行使にみる規律付けの低下の関係に関する実証研究」『会計プロGRESS』17, p. 84-94.
- 円谷昭一 (2014) 「外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR」『プロネクサス総合研究所レポート』8, pp. 5-16.

森・濱田松本法律事務所編 (2015)「株主総会の準備事務と議事運営 (第4版)」中央経済社.  
金融庁 (2010)「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」

<<http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100331-8/00.pdf>> (最終閲覧日 2018年1月21日).

